

学校编码：10384

分类号_____密级_____

学号：15120051301155

UDC_____

厦门大学

硕 士 学 位 论 文

我国企业杠杆收购问题探讨

A Study on Leveraged Buyout in China

汪 景 福

指导教师姓名： 苏新龙 副教授

专 业 名 称： 会 计 学

论文提交日期： 2008 年 4 月

论文答辩日期： 2008 年 月

学位授予日期： 2008 年 月

答辩委员会主席： _____

评 阅 人： _____

2008 年 4 月

厦门大学学位论文原创性声明

兹呈交的学位论文，是本人在导师指导下独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明确方式标明。本人依法享有和承担由此论文产生的权利和责任。

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人完全了解厦门大学有关保留、使用学位论文的规定。厦门大学有权保留并向国家主管部门或其指定机构送交论文的纸质版和电子版，有权将学位论文用于非赢利目的的少量复制并允许论文进入学校图书馆被查阅，有权将学位论文的内容编入有关数据库进行检索，有权将学位论文的标题和摘要汇编出版。保密的学位论文在解密后适用本规定。

本学位论文属于

1、保密（ ），在 年解密后适用本授权书。

2、不保密（ ）

（请在以上相应括号内打“√”）

作者签名：

日期： 年 月 日

导师签名：

日期： 年 月 日

摘要

近年来,随着我国资本市场的发展和完善,企业间的兼并收购活动日益增多,大型企业集团纷纷通过资本运作的手段实现企业的超常规发展。而杠杆收购作为一种新型的企业并购方式,正在越来越多的受到我国理论界和企业界的广泛关注。

从现实情况看,在我国广泛应用杠杆收购还面临许多障碍,已经实施杠杆收购的公司在具体操作过程中也出现了一些问题。杠杆收购的理论基础是什么,对我国的产业结构调整、企业制度改革有何意义,在我国实施杠杆收购中存在哪些问题和制约因素,这些都是值得研究的问题。因此,研究在我国运用杠杆收购的现实条件和运作模式,从而为杠杆收购创造更好的环境,对于推进经济结构的调整和资产重组的市场化,提高企业购并及经营效率,具有现实意义和指导作用。

本文通过对杠杆收购这种特殊并购模式的出现背景进行分析,研究了杠杆收购的基本原理和收购过程,结合我国现阶段的国情,客观地分析了杠杆收购的法律环境,融资管道以及退出机制,探讨在我国进行杠杆收购的定价方法,并且提出了对我国进行杠杆收购的政策建议。

本文的创新之处主要在于:第一,在分析杠杆收购定价方法的基础上,提出完善杠杆收购定价机制的对策。第二,在研究的过程中,结合我国的杠杆收购案例,进行具体的分析,更加直观、更加详细的分析出我国目前资本市场环境下杠杆收购运作所存在的问题,以及应如何改善。第三,从我国的实际情况出发,提出建立合理的杠杆收购机制的建议。

笔者相信杠杆收购这种曾经在西方国家盛行一时的并购方式,一定会在我国的经济活动中发挥巨大的作用,笔者也希望通过杠杆收购这种收购方式的研究,能给理论界和企业界带来一点启发。

关键词: 杠杆收购; 融资渠道; 定价机制

Abstract

With the development of Chinese capital market, the number of the mergers and acquisitions among Chinese corporations arises progressively. To develop quickly, enterprises group often use the means of operation of capital. As a new form of corporation mergers, Leveraged Buyout (LBO) has been paid more and more attentions in academic and corporation field of China.

There are still many barriers facing LBO in China. There are some difficulties in the operation of LBO. Then, what is the fundamental of LBO? What is the role of LBO on restructure industry and reform of corporation system? These questions are worth researching. As a result, it is meaningful to study operation mode of LBO in China. Such the realistic conditions and the research also can provide some conduction and advises on adjusting resources and improving the efficiency of M&G.

This paper discusses the strategy mode of American LBO by analyzing the occurring background. Here it deeply studies the principle and the whole process of LBO. Relating to the situation of our country, this paper analyzes the legal environment, financing channels and exit approach of LBO. It also research on LBO pricing mechanism, and finally gives some policy advises on how to promote LBO in our country.

The innovations of this paper are mainly on: Firstly, based on analysis of pricing methods, it gives some opinions on improvement of LBO pricing mechanism. Secondly, this paper collects domestic cases to analyze in the course of research, which makes more straightforward and detailed analysis of the problem of LBO in current capital market environment, and the remedies. Thirdly, relating to the situation of our country, it gives some policy advises on establishing a reasonable LBO mechanism.

I think LBO, which is very popular in western country is sure to play a great role in Chinese economy development. And I also hope that this paper will enlighten the research of LBO in academic and corporation field of China.

Key Words: Leveraged Buyout; Financing Channel; Pricing Mechanism.

厦门大学博硕士论文摘要库

目 录

导 论.....	1
一、研究的背景及意义.....	1
二、本文的研究思路.....	2
三、本文的研究方法.....	2
四、国内外研究现状.....	3
第一章 杠杆收购的一般性分析	8
一、杠杆收购的定义.....	8
二、杠杆收购的产生与发展.....	8
（一）杠杆收购的兴起	8
（二）杠杆收购的发展	9
三、杠杆收购的理论基础.....	10
（一）资本结构理论	10
（二）价值低估理论	10
（三）代理成本理论	11
（四）经济增加值（EVA）理论	13
四、杠杆收购的特点及分类.....	14
（一）杠杆收购的特点	14
（二）杠杆收购的分类	15
第二章 杠杆收购的运行机制	17
一、杠杆收购的价值来源.....	17
（一）公司的当前价格低于公司的实际价值	17
（二）通过杠杆收购实现合法避税	17
（三）管理层激励和代理成本效应	17

二、杠杆收购的运行程序	18
三、杠杆收购的融资结构	19
(一) 优先债（一级银行贷款）	20
(二) 夹层融资	21
(三) 权益融资	24
四、杠杆收购的融资杠杆效应	24
(一) 杠杆效应原理	24
(二) 融资杠杆效应	25
第三章 杠杆收购在我国的发展	26
一、我国杠杆收购的法制环境	26
(一) 对收购人主体资格给予规范	26
(二) 详细规定要约收购	26
(三) 丰富收购手段和工具，鼓励市场创新	27
(四) 严格规范信息公开披露	27
(五) 严格监管管理层收购	28
(六) 强调中介机构的责任与作用	28
二、我国杠杆收购的融资渠道	29
(一) 银行信贷	29
(二) 信托基金	29
(三) 私募股权投资基金	30
(四) 垃圾债券	31
三、我国杠杆收购的退出机制	33
四、我国管理层收购的发展现状	33
(一) 我国管理层收购的发展历程	33
(二) 我国管理层收购的特点	34

第四章 杠杆收购目标企业的选择与定价机制	36
一、目标企业的选择	36
(一) 稳定而充足的现金流量	36
(二) 良好的经营前景与升值空间	36
(三) 收购者富有管理经验和良好信誉	36
(四) 收购前负债率特别是长期负债率低	37
(五) 非核心资产易于变卖	37
二、目标企业价值评估方法	37
(一) 市盈率法	37
(二) 市净率法	38
(三) 现金流量折现法	39
三、我国企业管理层收购定价问题分析	40
(一) 定价的非市场化	40
(二) 定价方法不合理	42
四、完善杠杆收购定价机制的对策	42
(一) 规范管理层收购定价	42
(二) 建立有效的财务治理结构	43
(三) 发挥中介机构在杠杆收购定价中的作用	43
第五章 我国杠杆收购案例分析	45
一、爱上隐形冠军——PAG 杠杆收购好孩子集团	45
(一) 交易背景	45
(二) 交易内容和要点	46
(三) 案例启示	46
二、战略性经营收购——京东方收购韩国 HYDIS	47
(一) 交易背景	47

(二) 交易内容和要点	48
(三) 案例启示	49
三、国内首例市场化 MBO——武汉有机实业管理层收购	50
(一) 交易背景	50
(二) 交易内容和要点	51
(三) 案例启示	52
第六章 建立合理的杠杆收购机制的建议	53
一、放松金融管制	53
二、发展债券市场，扩大债券融资比例，完善并购融资工具	53
三、加强对金融中介机构的规范和发展	54
四、大力发展机构投资者和基金	55
五、完善市场退出机制	55
第七章 总结和展望	57
一、本文的结论	57
二、展望	58
参考文献	59
后 记	62

Contents

Introduction.....	1
1.Background & significance of the study.....	1
2.Train of thoughts of this paper	2
3.Methods of the study	2
4.Status quo of foreign & domestic study	3
Chapter One: General analysis of LBO.....	8
1.Concept of LBO	8
2.Naissance & development of LBO	8
2.1 Naissance of LBO.....	8
2.2 Development of LBO	9
3.Theoretical foundation of LBO.....	10
3.1 Capital Structure Theory	10
3.2 Undervalue Theory	10
3.3 Agency Costs Theory	11
3.4 Economic Value Added Theory	13
4.Characteristic & sort of LBO	14
4.1 Characteristic of LBO.....	14
4.2 Sort of LBO	15
Chapter Two: Operation mechanism of LBO	17
1.Value resource of LBO.....	17
1.1 Value of company is underestimated	17
1.2 LBO brings on tax avoidance	17
1.3 Management prompting & agency costs effect	17
2.Operation procedure of LBO.....	18
3.Financing structure of LBO	19
3.1 Priority debt	20

3.2 Mezzanine debt.....	21
3.3 Equity finance.....	23
4.Financing leverage of LBO	24
4.1 Principle of leverage.....	24
4.2 Financing leverage.....	25
Chapter Three: Status quo of China LBO	26
1.Legal environment of China LBO	26
1.1 Regulate qualification of purchaser.....	26
1.2 Particularly regulate Tender Offer.....	26
1.3 Enrich acquisition instrument, promote market innovation	27
1.4 Strictly regulate information disclosure	27
1.5 Strictly supervise MBO	28
1.6 Emphasize responsibility & action of financial agent.....	28
2.Financing channels of China LBO	29
2.1 Bank loan.....	29
2.2 Trust Fund	29
2.3 Private Equity Fund.....	30
2.4 Junk Bond.....	31
3.Exit approach of China LBO	33
4.Development of China MBO	33
4.1 Development course of China MBO	33
4.2 Characteristic of China MBO.....	34
Chapter Four: Selection & pricing mechanism of LBO target.....	36
1.Selection of LBO target.....	36
1.1 Stable & enough cash flow	36
1.2 Bullish prospect & value appreciation	36
1.3 Experienced & creditworthy Managers.....	36
1.4 Low debt to asset ratio, especially long-term debt to asset ratio.....	37
1.5 Unimportant assets can easily be sold	37

2.Pricing methods of LBO target.....	37
2.1 Price Earning Radio.....	37
2.2 Price To Book Ratio	38
2.3 Discounted Cash Flow.....	39
3.Analysis of China MBO pricing method.....	40
3.1 Non-market-oriented pricing course.....	40
3.2 Unreasonable pricing method.....	42
4.Advices on improvement of LBO pricing mechanism.....	42
4.1 Regulate MBO pricing method	42
4.2 Establish an effective Finance Governance Structure.....	43
4.3 Financial agent should take part in MBO pricing	43
Chapter Five: Analysis of China LBO cases	45
1.PAG acquires Goodbaby	45
1.1 Background of the case	45
1.2 Summary of the case	46
1.3 Case study.....	46
2.BOE takes over HYDIS	47
1.1 Background of the case	47
1.2 Summary of the case	48
1.3 Case study.....	49
3.MBO of Wuhan Youji Industrial Company Limited	50
1.1 Background of the case	50
1.2 Summary of the case	51
1.3 Case study.....	52
Chapter Six: Advices on establishing a reasonable LBO	
mechanism	53
1.Loosen financial control.....	53
2.Develope bond market,increase bond financing,improve	
financing instrument	53

3.Strengthen criterion & developement of financial agent.....	54
4.Boost institutional investors & fund	55
5.Improve market exit mechanism	55
Chapter Seven: Conclusion & expectation.....	57
1.Conclusion.....	57
2.Expectation.....	58
Bibliography	59
Postscript	62

导 论

一、研究的背景及意义

经过 10 多年快速发展的中国资本市场，其框架已经基本确立，但与发达国家的差距仍然较大。主要表现为资本结构过于单一，金融工具和金融品种缺乏。目前的现实情况是：一边是大量的银行存款无处贷放，给银行经营带来了很大压力与风险；另一边是大量上市企业、民营企业由于缺乏资金而不能快速发展壮大。此外，还有银行的大量不良资产等待处置，国有资产的战略性退出都急需杠杆收购等新型金融工具的创新，以改善目前金融市场不很均衡的状况。

在中国目前国有企业仍占主导地位的状况下，实施杠杆收购具有重大战略意义：一是可以优化资本市场资源配置的作用，加快资源的流动，调整产业结构。二是改善金融结构，完善金融市场，促进具有中国特色的金融工具创新；有利于改善上市公司治理结构，提高上市公司核心竞争力，提升公司长期价值；有利于造就一支专业化的高素质的职业经理人队伍，改善公司法人治理结构，提高公司治理效率。三是通过实施杠杆收购来盘活银行不良资产，银行既可以采取自己组建杠杆收购联盟方法，并联合其他投资者对存有不良贷款的企业进行收购，又可组织优良企业对不良企业实施杠杆收购，收购后通过剥离变卖非核心资产，从而改变企业法人治理结构，经过几年精心培育，然后再卖出，归还银行贷款，从而达到盘活资产、减少银行损失的目的。

始于 2005 年 4 月的股权分置改革，到 2006 年年底已接近尾声。股权分置改革将对我国上市公司并购产生深远影响。这是因为，我国证券市场和成熟市场的最大区别就在于股权分置。股权分置是我国上市公司并购不成熟的制度障碍，随着股权分置改革的深入，这一制度障碍将不复存在，大规模并购所依托的资本市场的流动性有望得到解决，资本市场定价功能也将不再被扭曲，无论是并购的驱动力、还是并购操作模式都将发生根本性改变，我国上市公司的并购将逐步显现成熟市场的特点。股权改革后，股票实现全流通，资本市场的定价功能将进一步完善，将有助于完善我国企业并购融资的方式，提高并购效率。笔者认为杠杆收

购会在不远将来的企业产权改革中发挥巨大作用,而且杠杆收购也是中国企业走向世界的有效金融工具,京东方收购韩国 HYDIS 就是一例。显然,随着收购规模的扩大,单纯依赖自有资金将越来越困难,如何解决大规模并购所需巨额资金,已成为一个有待于进一步讨论的问题。因此,选择企业杠杆收购作为本文的研究内容具有很强的时代性和现实性。

二、本文的研究思路

本文通过对杠杆收购原理及其操作方法的一般介绍,试图向人们揭示进行杠杆收购的驱动因素,并阐释了杠杆收购是一项融金融工程、管理工程等领域的工程为一体的系统工程。在分析中国资本市场和产权改革的现状的基础上,论述了杠杆收购目标企业的选择与定价机制。作为杠杆收购的重要形式,本文对我国管理层收购的现状以及定价问题进行了探讨。最后,结合我国杠杆收购的案例分析,进一步指出中国企业建立合理的杠杆收购机制的发展方向与创新思路。

全文分为八个部分。导论主要介绍论文的研究背景、研究思路和方法以及国内外的研究现状。第一章对杠杆收购进行了一般性分析,介绍了杠杆收购的定义,杠杆收购在美国的产生和发展,杠杆收购的理论基础,特点和分类。第二章探讨了杠杆收购的运行机制。第三章从法制环境、融资渠道、退出机制的角度出发,探讨我国杠杆收购的发展现状。第四章阐述了杠杆收购目标企业的选择,企业价值评估方法,分析我国管理层收购定价存在的问题,并提出完善目标企业定价机制的对策。第五章分析了我国杠杆收购案例,总结我国杠杆收购实践的借鉴意义。第六章从我国的实际出发,提出发展我国企业杠杆收购的建议。第七章为本文的结论和展望。

三、本文的研究方法

(1) 微观经济分析与宏观经济分析相结合

微观经济分析主要从企业角度出发,而宏观经济分析则是从国家政策角度出发对有关问题进行分析和探讨。两种分析方法的结合,为的是使研究更加深入、更具立体化。

(2) 理论与实践相结合

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库